

MERCADO DE CAPITALES: ¿PUEDE FINANCIAR AL TESORO?

03 DE JULIO DE 2020

La necesidad del Tesoro de acceder a financiamiento en el marco del esfuerzo fiscal generado por la pandemia de coronavirus es muy amplia. Por ahora, el rol de cubrir esas necesidades está recayendo sobre el BCRA, pero la emisión necesaria puede ser un problema en términos de precios y tipo de cambio. En ese marco, es lógico que el Tesoro busque recomponer el mercado de deuda en pesos. Pero ¿ese mercado tiene potencial como para cubrir las necesidades del Tesoro?

El Tesoro necesita mantener su política fiscal activa para contener una crisis sanitaria que se sigue extendiendo en el tiempo. Si la responsabilidad de cubrir esas necesidades recae solamente sobre el BCRA se generarían fuertes desequilibrios monetarios, que podrían terminar impactando en el tipo de cambio y en la inflación.

Las cuentas fiscales están mostrando un marcado desequilibrio que no se podría corregir mientras dure la crisis sanitaria.


$$\begin{array}{l} \text{Déficit Primario} = \$ 1,8 \text{ billones} \\ + \\ \text{Intereses Pesos} = \$0,5 \text{ billones} \\ + \\ \text{Amortización Pesos} = \$0,5 \text{ billones} \\ = \\ \text{Necesidades Anuales} = \$2,8 \text{ billones} \end{array}$$

Las necesidades fiscales del año se estiman en \$2,80 billones de pesos, eso implica al tipo de cambio oficial casi USD 40.000 millones. Esos fondos incluyen el déficit primario proyectado para el año, el pago de los intereses de deuda emitida en pesos bajo legislación local y la amortización de capital en pesos con el sector privado (neteados los vencimientos ya renovados). El BCRA ya ha emitido para asistir al Tesoro \$1,25 billones en lo que va del año, por lo tanto, faltarían \$1,55

billones adicionales en los próximos 6 meses. Ahí surge un gran interrogante, ¿qué parte de estos pesos se pueden llegar a obtener en el mercado de capitales?

Profundidad del Mercado de Capitales

	\$ Bill	USD M	En %
Capitalización Bursátil	2,2	30,7	22%
Bonos Ley Local	4,5	64,6	45%
Plazos Fijos	2,0	28,6	20%
Cuentas Remuneradas	0,4	5,9	4%
Ons Privadas y Bonos Prov.	0,9	12,9	9%
TOTAL INVERSIONES	10,0	142,7	100%

Hoy en el mercado local hay inversiones por \$10 billones de pesos (USD 142.700 millones), entre capitalización bursátil, bonos bajo legislación local (tenencias privadas), títulos de Deuda Provincial (en pesos), Obligaciones Negociables en pesos, depósitos a Plazo Fijo y Cuentas Corrientes Remuneradas de FCI e inversores institucionales. La profundidad total del mercado de capitales local es de 36,8% del PBI, un monto muy bajo si consideramos el stock de ahorros externos netos que se han ido acumulando en los últimos año (USD 385.000 millones o 100% del PBI)

De todas maneras, desde la perspectiva del Tesoro, esos fondos no son aplicables a la suscripción directa de títulos públicos, porque generarían un efecto negativo sobre el resto de la economía. En el caso de las tenencias de acciones, bonos y ONs ya emitidos, se necesita de un tercero que los compre para poder canalizarlos hacia otro tipo de activo. Por lo tanto, no es un segmento al que se pueda apuntar en busca de financiamiento para el Tesoro.

En el caso de los depósitos, son la contrapartida de la suscripción de Leliqs o Pases de los bancos en el BCRA. Por lo tanto, si se retiran y se canalizan hacia el Tesoro, implicarían una emisión monetaria equivalente a la de emitir directo para asistir al Tesoro.

De esta manera, el universo de posibles suscriptores de títulos públicos en pesos se acota a los nuevos flujos de ahorro que se canalicen hacia el mercado de capitales, más los vencimientos de capital en pesos de los títulos públicos. En ese contexto, el escenario de mínima para el Tesoro tendría que ser aspirar a la renovación de los \$0,44 billones que vencen de capital con tenedores del sector privado en el segundo semestre.

Pero además debería buscar minimizar la emisión monetaria buscando captar en el mercado local parte de esos fondos. Para eso es necesario entender los flujos mensuales. Si consideramos que el mercado de acciones y el de bonos no tienen flujo positivo dado que no se han emitido acciones ni ha crecido el stock de bonos (se colocó menos de lo que venció), el flujo de crecimiento se ha concentrado en los depósitos a plazo fijo con un crecimiento promedio mensual de \$100.000 millones y \$25.000 millones de incremento mensual de cuentas remuneradas. Ese es el flujo sobre el que podría tratar de captar el Tesoro. En 6 meses eso implica un flujo total de \$750.000 millones.

Una parte de esos ahorros (50%), por perfil de riesgo (depósitos minoristas, capital de trabajo (necesidad de liquidez), etc, no se canalizarían hacia títulos públicos. Pero el 50% restante podría ser canalizado hacia instrumentos del sector público si se cumplieran las condiciones necesarias (cerrar el acuerdo con los acreedores externos, acordar con el FMI y presentar un programa económico con convergencia fiscal). Eso implica que, en el escenario más optimista, el mercado local podría generar financiamiento para el Tesoro por casi \$375.000 millones.

Esta cifra de \$0,35 billones queda chica con respecto a las necesidades de \$1,11 billones netos de vencimientos de capital que restan para el año. De esta manera, aún en el mejor escenario posible, el BCRA seguirá teniendo un rol muy activo para financiar al Tesoro mediante la emisión de pesos.